

谁是股债双杀的凶手？

张瑜 华创宏观首席分析师

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

www.hczq.com

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

2021年整体年报观点：观点无大调，正在验证中

预期全球宏观的四个归途

➤ 海外的归途

缺失的外需逐渐回来

➤ 国内的归途

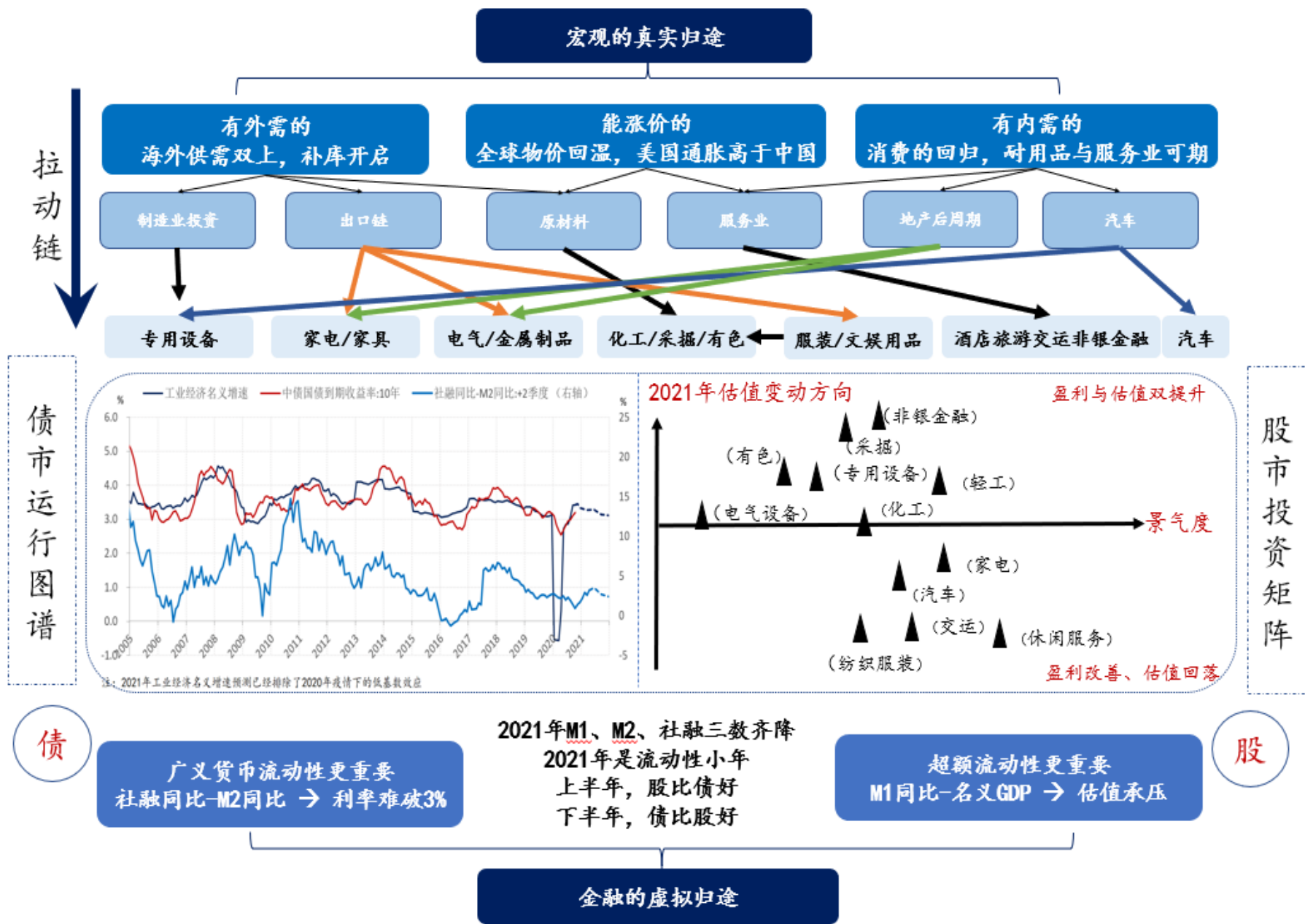
冲击的结构逐渐归位

➤ 全球物价的归途

美“热”中“温”的通胀回归

➤ 流动性的归途

非常态走向紧平衡



当下核心宏观逻辑：疫苗→通胀↑→利率↑→杀股↓+风格均衡

- **全球从抗疫的行政能力竞争（中国好于美国）走向疫苗接种和迭代能力竞争（美国或好于中国）。**

抗疫中，行政能力竞争阶段：中国生产好，美国消费好→中国最终消费品获益最好。

疫苗中，接种竞争阶段：中国补消费（汽车+乡县低端消费），美国补投资（**地产投资**和补库）

“全球定价大宗会更好”这句话准确吗？不准确。其实应该是全球服务及消费定价的大宗更好。

- **第一步，2月初美国疫苗接种超预期提速，突破200w/日接种，美国全民免疫时间快速提至三季度初可完成。**

- **第二步，疫苗顺带来通胀起：全球通胀共振回归，5月准备迎接“超高”的美国消费通胀（CPI PCE）和中国生产通胀（PPI）峰值。**

财政补贴居民收入高增+疫苗接种超预期 → 预计美国CPI\PCE 5月高点可达4-7%/3-5%，中国五月PPI高点可达5.5-6.5%区间。

- **第三步，通胀起带来利率起：通胀同步会带来中美利率的冲高风险，预计美债利率上的速度会比中国国债快。**

（CPI是美债的通胀定价因子）预计美债利率年内可冲2%左右（70BP上行空间），（PPI是中债的通胀定价因子）预计中国国债利率年内高点3.5%左右（30-40bp上行空间）

- **第四步，利率起带来ERP冲击：中美股ERP皆在过去3-5年的最低位，全球股市目前相对债市的性价比都很差（即太贵了）**

ERP低位时，权益对利率的敏感性会提升，利率对通胀的敏感性也会很高，通胀上行过快，就会带来股债双杀调整 and 风格均衡的压力（顺周期好于高估值）。同时中美货币政策都将一定程度上回归正常化，预计实质的紧今年都很难看到，但中国没有松，美国2021年下半年也有转向预期的风险。

- **第五步，ERP冲击带来波动和风格均衡：全球资产波动率加大，高估值遭受谋杀，预计顺周期好于高估值，风格均衡。**

- **最后，中国顺周期什么时候该开始谨慎？四月是重新评估政策、经济、物价的时间点。**美国百日新政后的新政策重点、一季报定价完成、5月PPI高点基本可预测、一季度GDP数据公布、政治局会议政策的基调、欧洲是否推进新一步宽松。

- **其余问题：一季度GDP数据的复杂政治经济因素；货币政策价格工具或全年沉默，主要在量的结构性调整，资金面低中枢高波动或许是最佳选择；城投债务有压力但无大险，预计硬性违约概率低；全年政策和市场的预期管理有混乱的风险；权益的价值只有跌出来一条路，松出来是不可能的。**

- **两会展望：三大数据，地产+新基建+货币导向，其余要点展望，不可忽视的碳中和。**

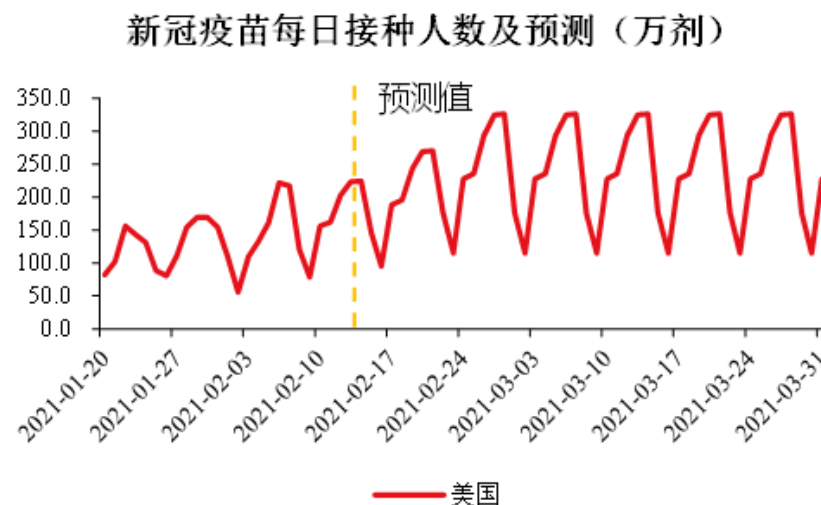
SECTION 1

疫苗接种是一切的根本——不要低估美国举国组织能力

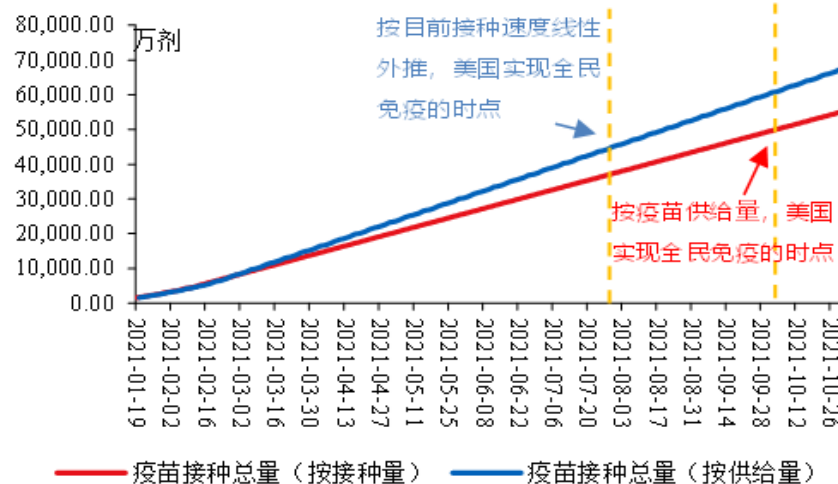
1.1 美国疫苗站稳200w+/日接种大关

- 二月初，美国单日疫苗接种剂数已提升至200万剂/日以上，拜登表示美国或可在100天内打破接种1亿剂疫苗的目标。近两周，美国疫苗接种速度再提速，按照目前的增速线性外推，2月末单日接种数量有望突破300万剂/日，按此接种速度估算则7月有望实现全民免疫。不过，考虑到目前美国新冠疫苗供应量每周增至1350万剂，受制于供给端，按目前最大疫苗供应量估算，则预计9月初可实现全民免疫。即不论从疫苗接种效率还是疫苗供应来看，美国大概率将于Q3实现全民免疫，且可能更快。
- 只要疫苗单日接种和疫苗供应仍在上行，顶部不出现，复苏与通胀就仍有定价条件。
- 英美全民免疫大概率快于中国。

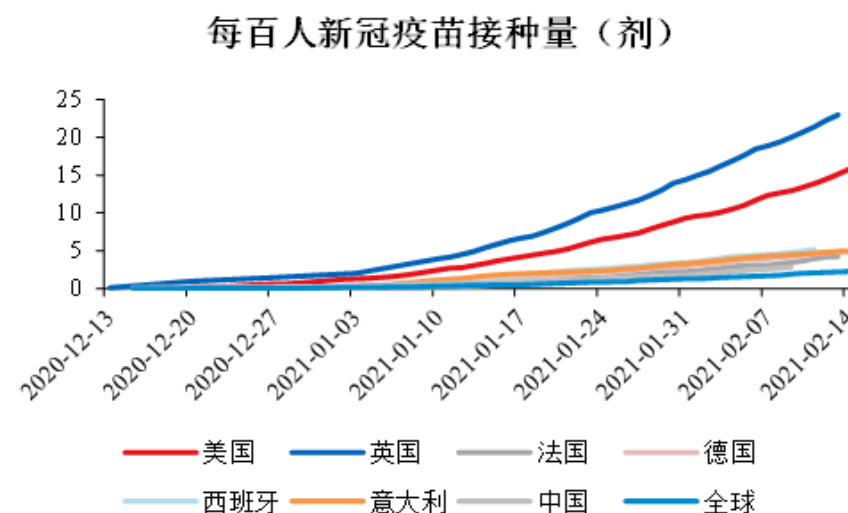
美国接种速度有望于2月末突破300万剂/日



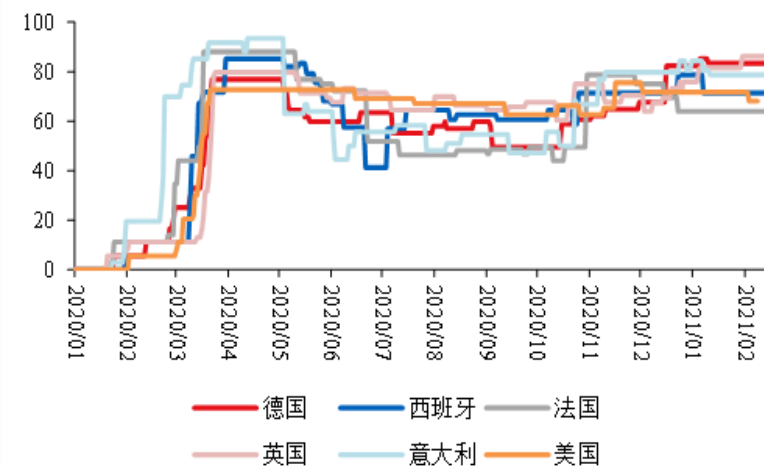
美国有望于Q3实现全民免疫



美、英每百人疫苗接种比例达到16、23人



2月以来各国防疫严格指数维持不变



SECTION 2

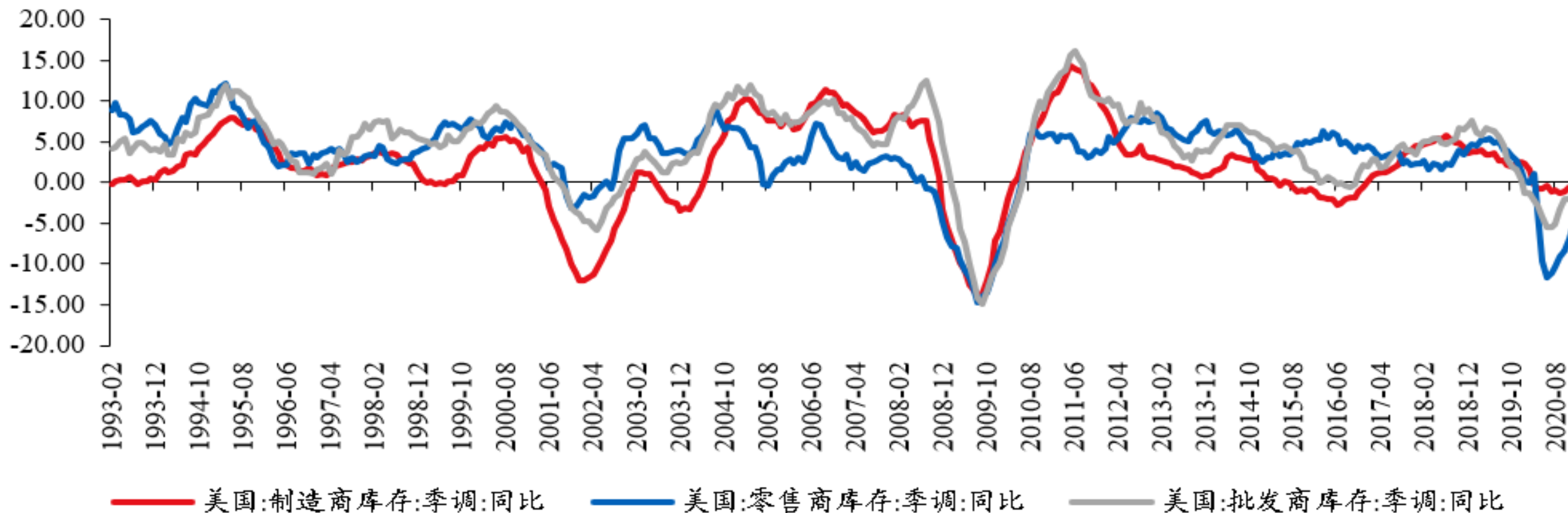
美国补库+地产周期启动

- 1、疫苗放开生产端，未必带来通胀，关键是生产端能否有动能
- 2、动能是有的——美国补库+地产周期启动
- 3、所以疫苗超预期，才会顺利的传递到通胀预期

2.1 美国补库或许没那么猛

美国补库会很剧烈吗？

- 1、零售商去库堪比2008年。
- 2、但制造商去库仅有一般库存低位水平，比2008年高很多。（中国保主体，美国也保主体了，破产率没有提升）
- 3、总结：整体补库力度不及危机后（2008年），但比一般补库力度略大（比如2016-2017）



2.2 但地产的确是最好的时候

四句话，总结美国地产的“好”，买、建、库、融，几乎没有一个利空指标——

- 美国居民资产负债表是近20年来最健康的时候
- 美国地产一二手库存是近20年最低的时候
- 美国建筑商是近20年对地产最乐观且现金流最充裕的时候
- 美国按揭利率是近30年最低的时候



2.2 美国地产有多热了？

美国房地产在经济中的重要性：

- 从GDP占比来看，美国房地产和租赁业以12%的权重位居美国的第一大行业。
- 从经济增长波动来看，住宅投资波动大，是造成美国经济大幅起落的重要因素。
- 从就业角度来看，美国房地产和租赁业吸纳的就业人数相对很少，仅占美国就业人数的1.5%左右。
- 从利润分配的角度看，美国房地产和租赁业的利润分配仅占0.8%左右。
- 从通胀的角度看，居住价格在美国通胀中的权重占比最大(通胀中权重占比为20%~40%)，对美国通胀走势的影响较大。

美国房地产疫后有多热？

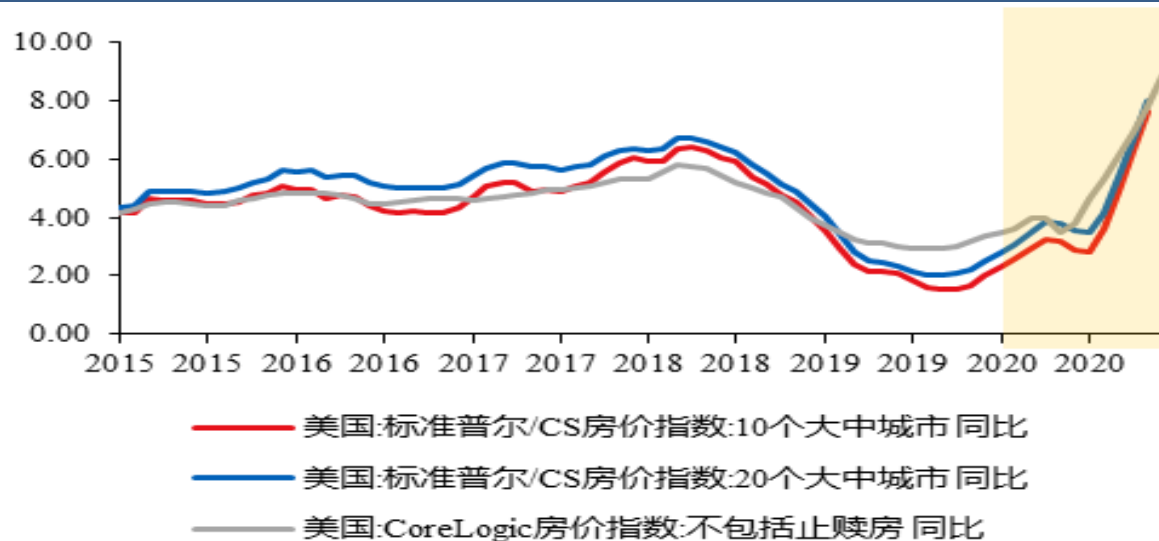
- **价格**：2020年美国房价逆势上涨9%左右，年涨幅是2006年以来最高，房价已高于次贷危机前高点21%。此外，独栋住宅的价格涨幅比公寓和合作式住宅更高，即越贵涨的越多。
- **销售**：疫情爆发后美国房地产市场供需两端急速下跌后快速反弹。2020年末，房屋开工和销量的季调折年值已超过疫情前的水平，创2007年以来的新高，和2002年相当。此外，二手房市场比新房销售更有弹性，疫情初期跌幅更大，下半年涨幅更大。
- **投资**：住宅建造支出同比高增，从去年6月的3%上升至年底的21%，目前增速是过去5年最高位。营建许可领先住宅建造支出3-6个月左右，目前营建许可同比仍在高位，预计后续住宅建造支出同比或将继续上行。

2.2 美国地产有多热了？

更多资料，欢迎访问 www.wenku120.com



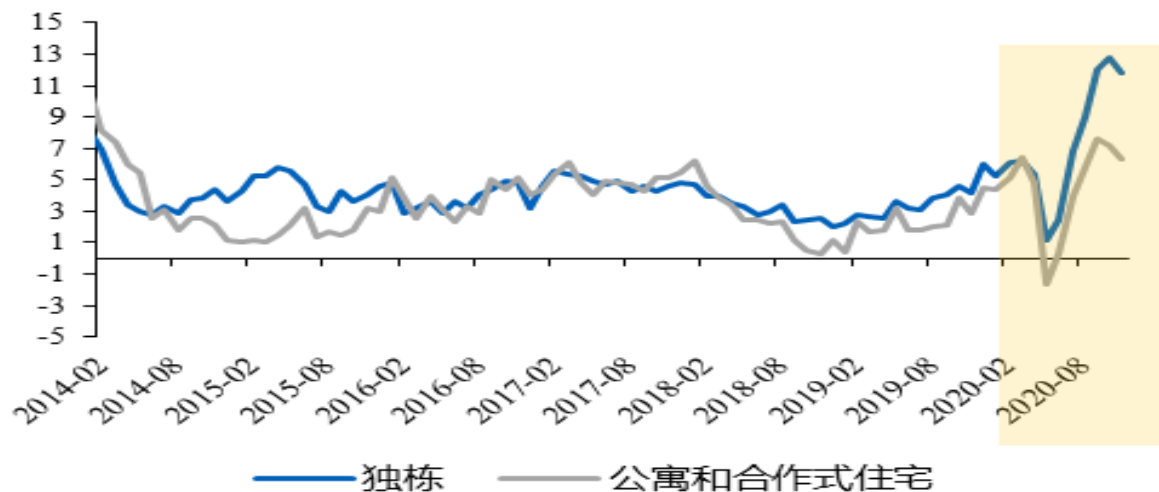
疫情后，美国房价逆势上涨



房屋建设和销量已经超过疫情前的水平，再创2007年以来的新高



独栋住宅价格涨幅更高



美国住宅建造支出也同比高增，预计后续仍将上行



2.2 买：有能力，有需要，有意愿

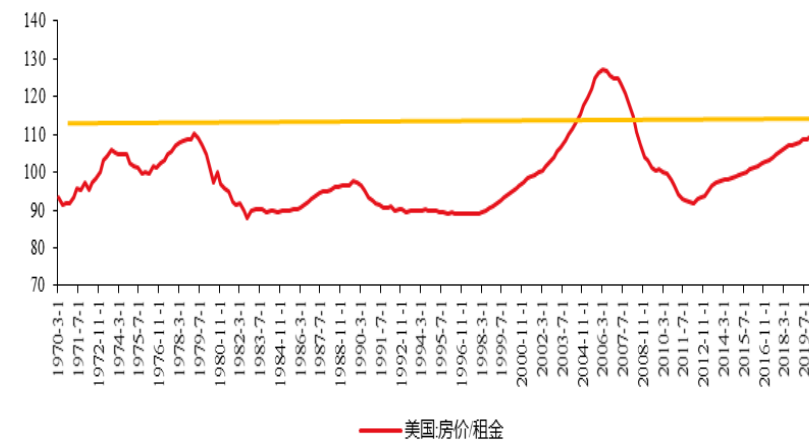
美国居民仍有加杠杆买房的能力



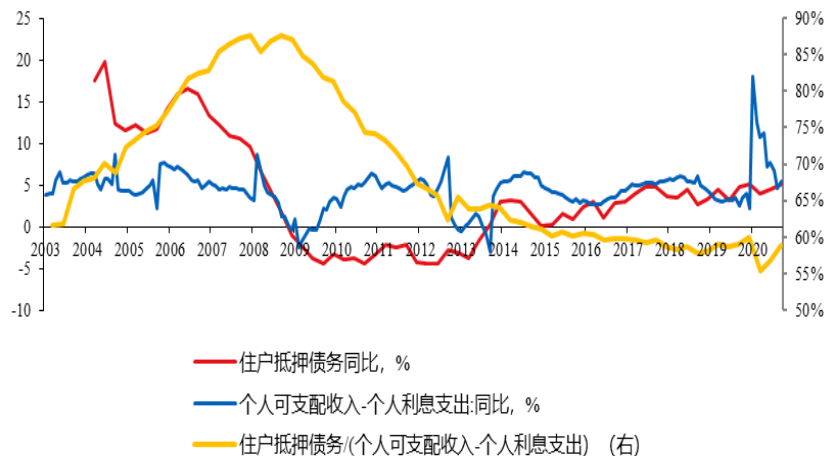
美国居民的购房需求难言“快要耗尽”



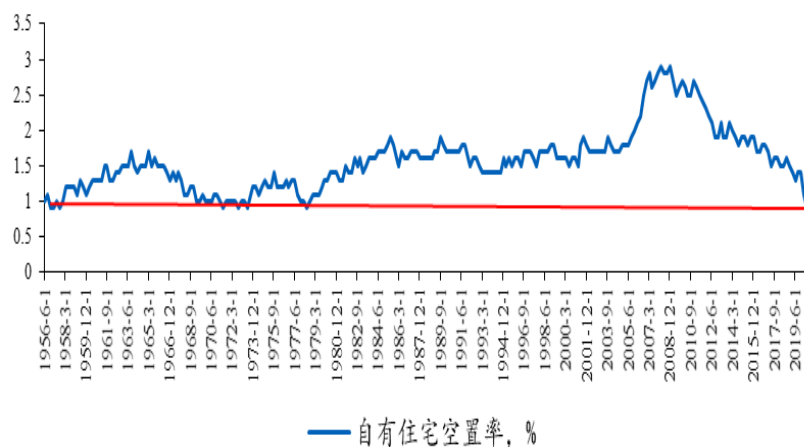
美国当前的房价相对水平 在纵向比较上整体仍不高



美国居民可用于购房的现金流仍相对充裕



自有住宅空置率处于极低位, 更多地反映了待售住房的短缺

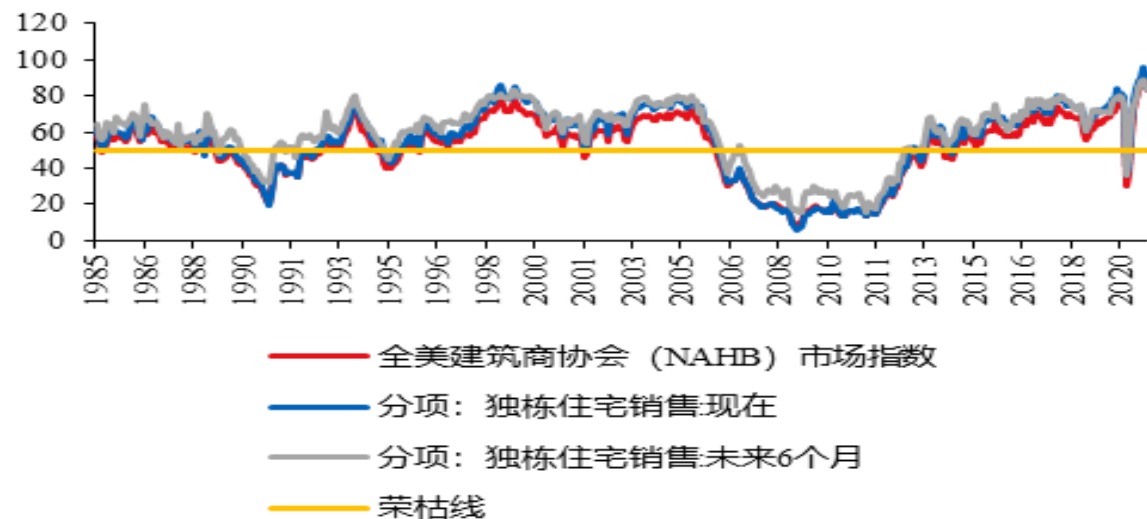


MBA基本指数整体维持在 2013年下半年以来的高位



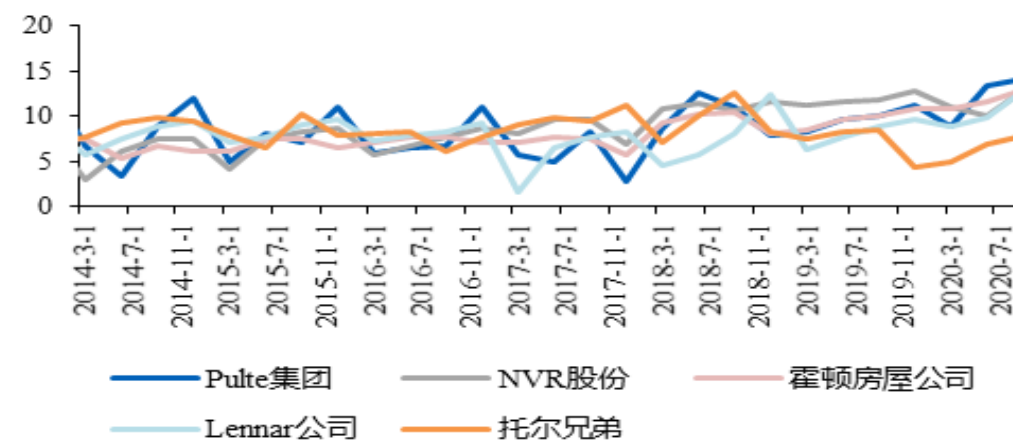
2.2 建：有良好预期，有现金流。需要就可以建的出来

地产建筑商对房地产市场十分看好



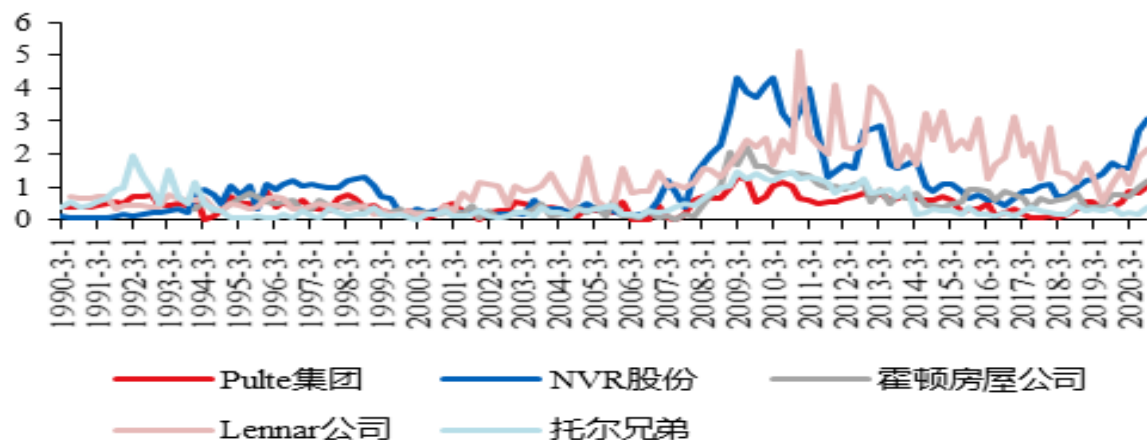
主流地产建筑商的利润率较高

五大住宅建筑公司利润率



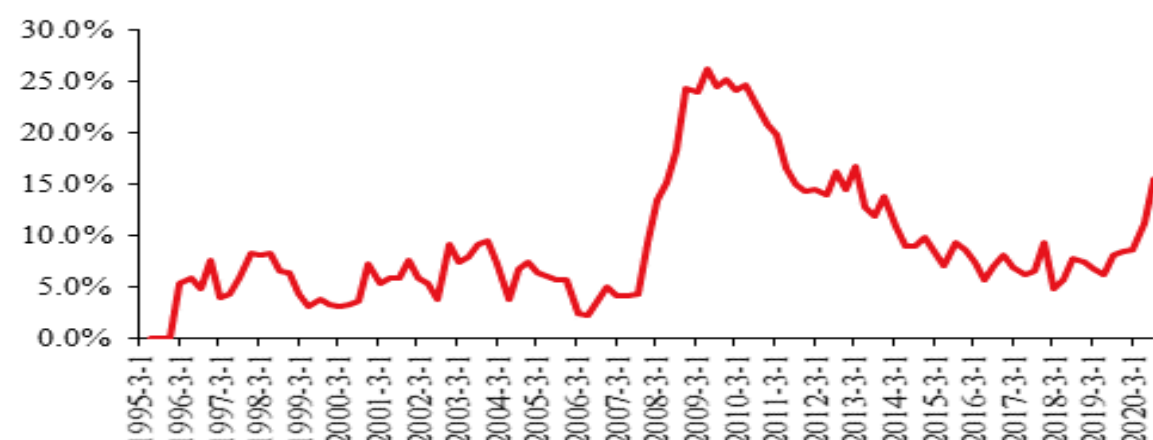
主流地产建筑商的短期偿债能力较强

五大住宅建筑公司速动比率



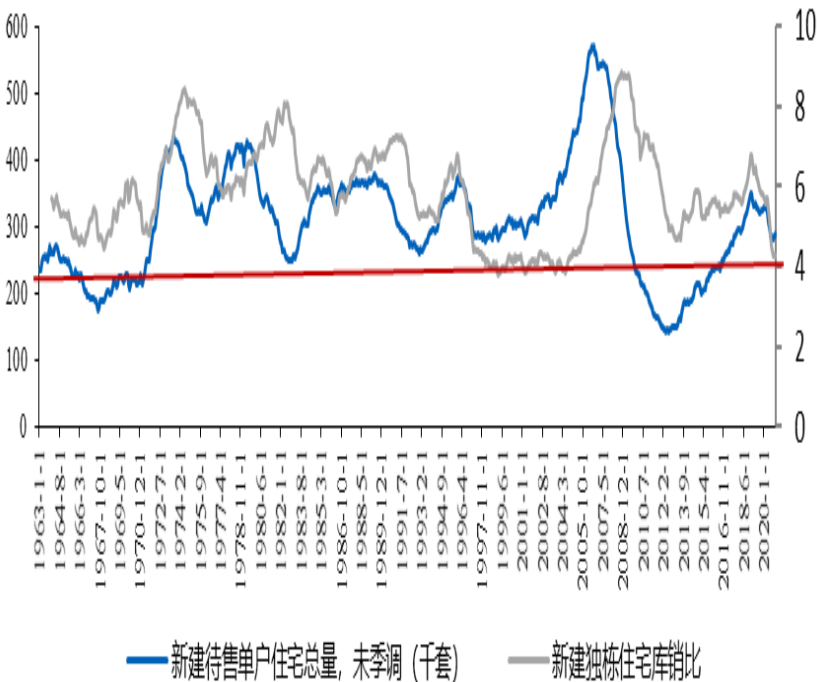
主流地产建筑商的现金流相对充裕

五大建筑公司现金及其等价物占总资产的比重

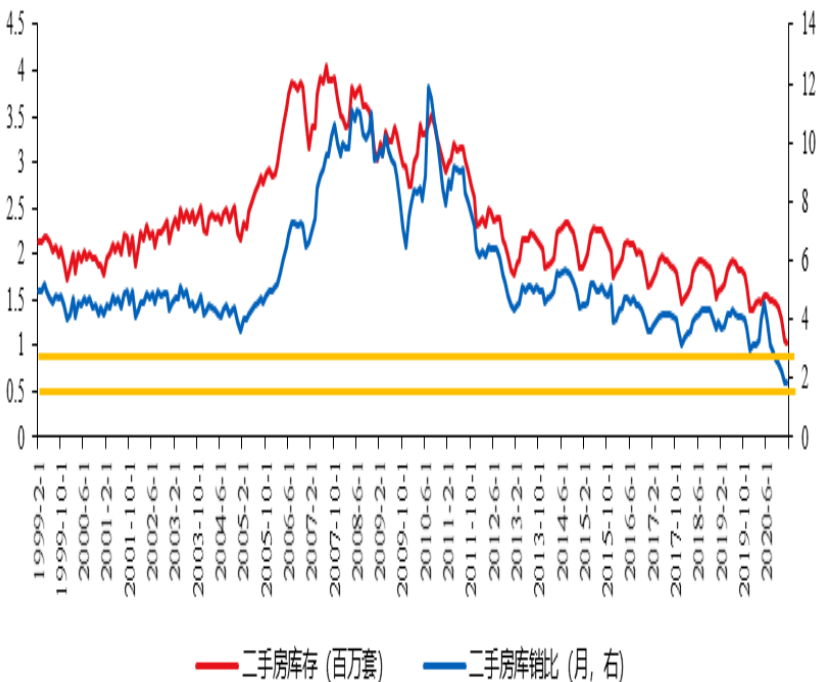


2.2 库：一二手房子库存都低

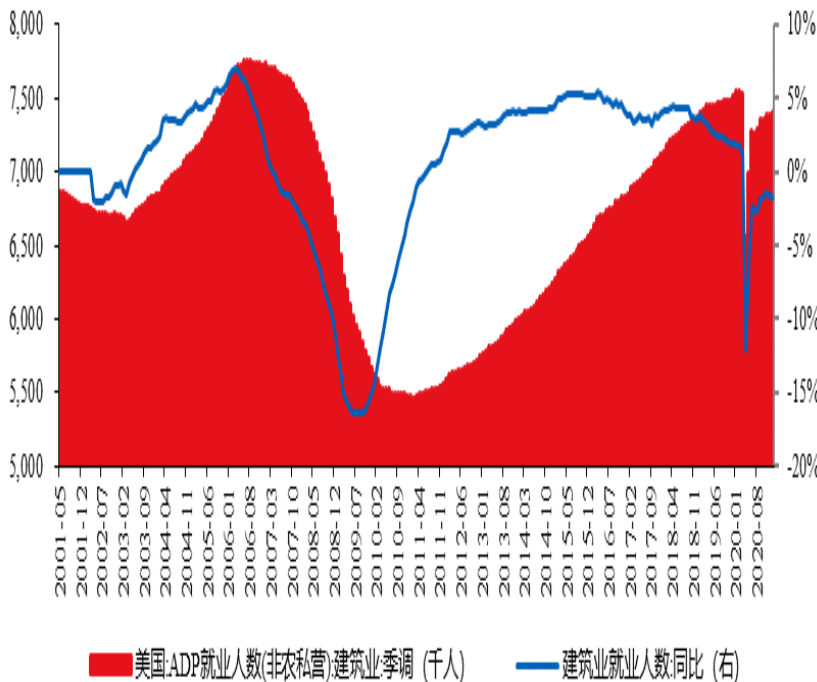
新建独栋住宅待售量处于相对低位，
库销比处于历史绝对低位



二手房库存和库销比均处于绝对低位

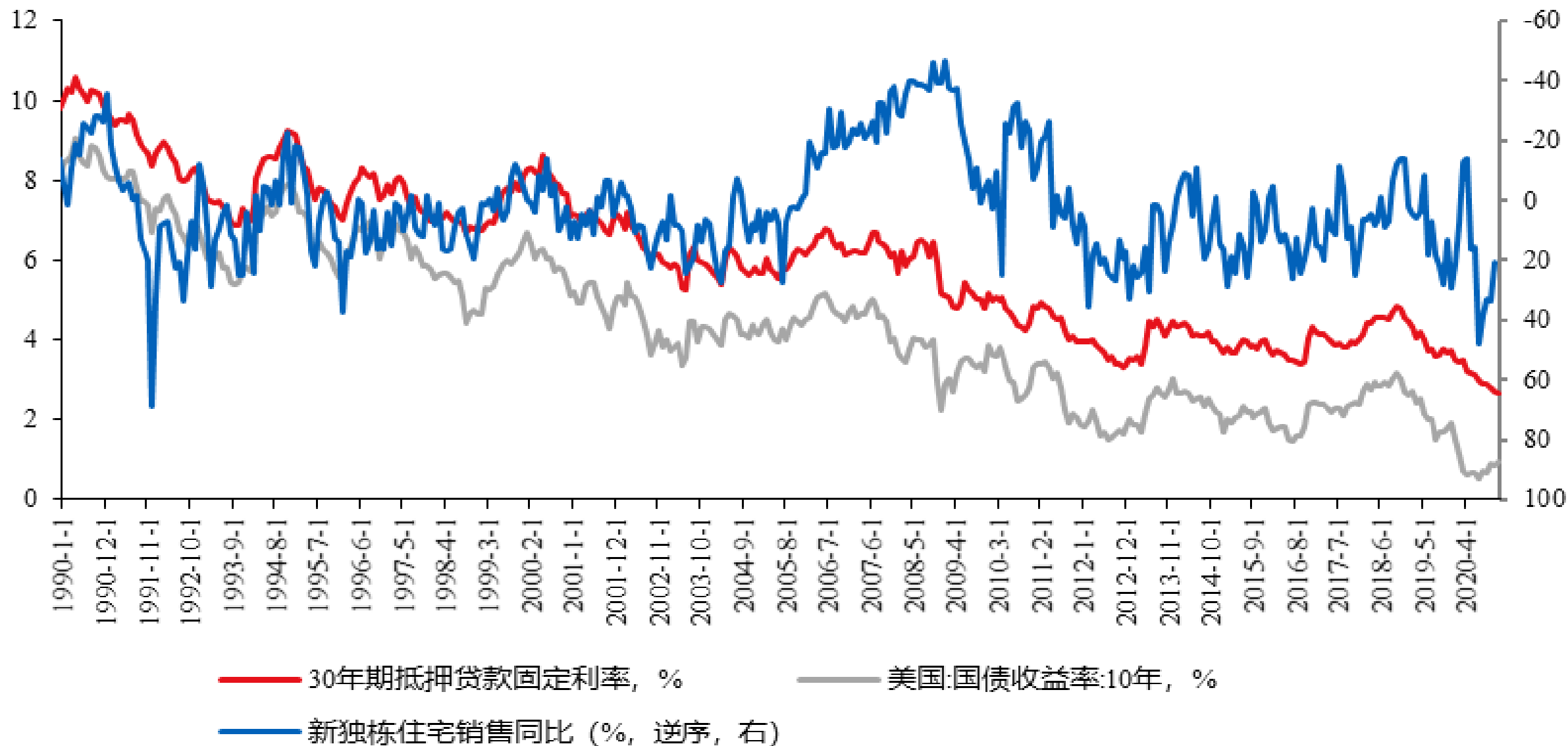


建筑业就业人数尚未恢复至正常水平



资料来源：Bloomberg，华创证券

2.2 融：三十年最低按揭利率，即便上行，还是合意



SECTION 3

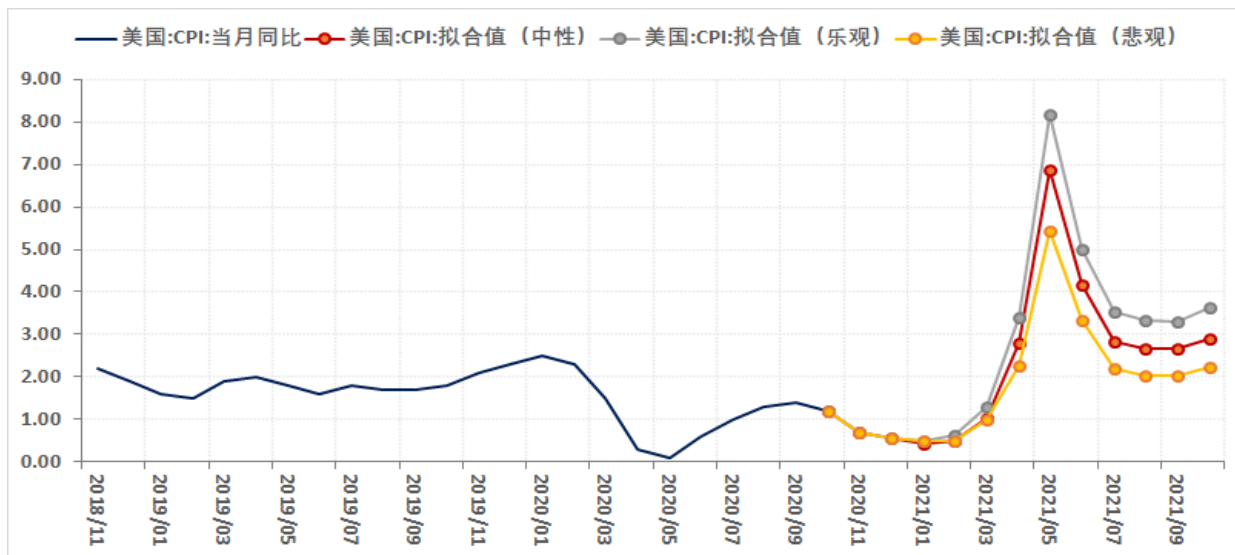
全球通胀起：美国消费通胀+中国生产通胀

- 1、美国开启“热”消费通胀
- 2、中国开启“热”生产通胀
- 3、中国“温”消费通胀

3.1 美国开启“热”消费通胀——超高的五月

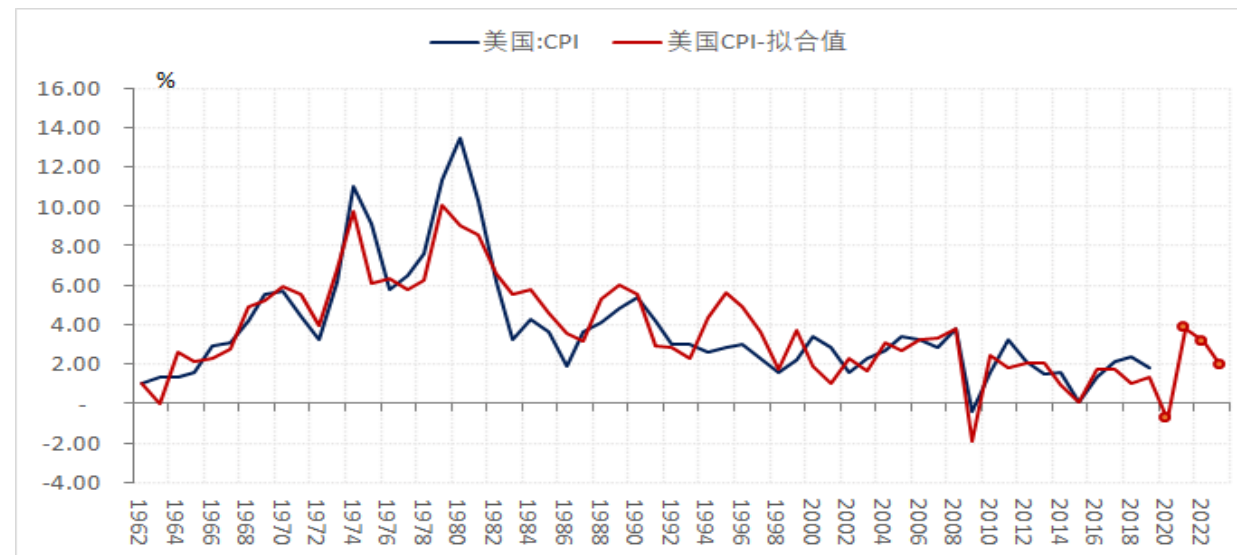
- **2020年，中美通胀都暂时性的进入了类通缩休克**——美国CPI增速从疫情前的2.5%左右陡降至0.1%，PCE增速从疫情前的1.8%陡降至0.5%；中国PPI增速从疫情前的0左右陡跌至-3.7%，CPI增速从疫情前的5.4%降至0%左右（中国物价降幅巨大有翘尾因素的叠加）。
- **2021年，预计以中美为代表的全球物价温度将会回升，上半年全球通胀共振向上，下半年全球通胀交错回落与平稳，美国高通胀，中国温通胀。**
- **美国通胀动能**：补库期的美国通胀都是上行的、房价和进口价格领先通胀15个月、居民收入高增都会带来通胀（领先13个月）

短期看：2021年美国通胀中枢高于疫情前



资料来源：Wind，华创证券预测

长期看：美国通胀中枢或将上移

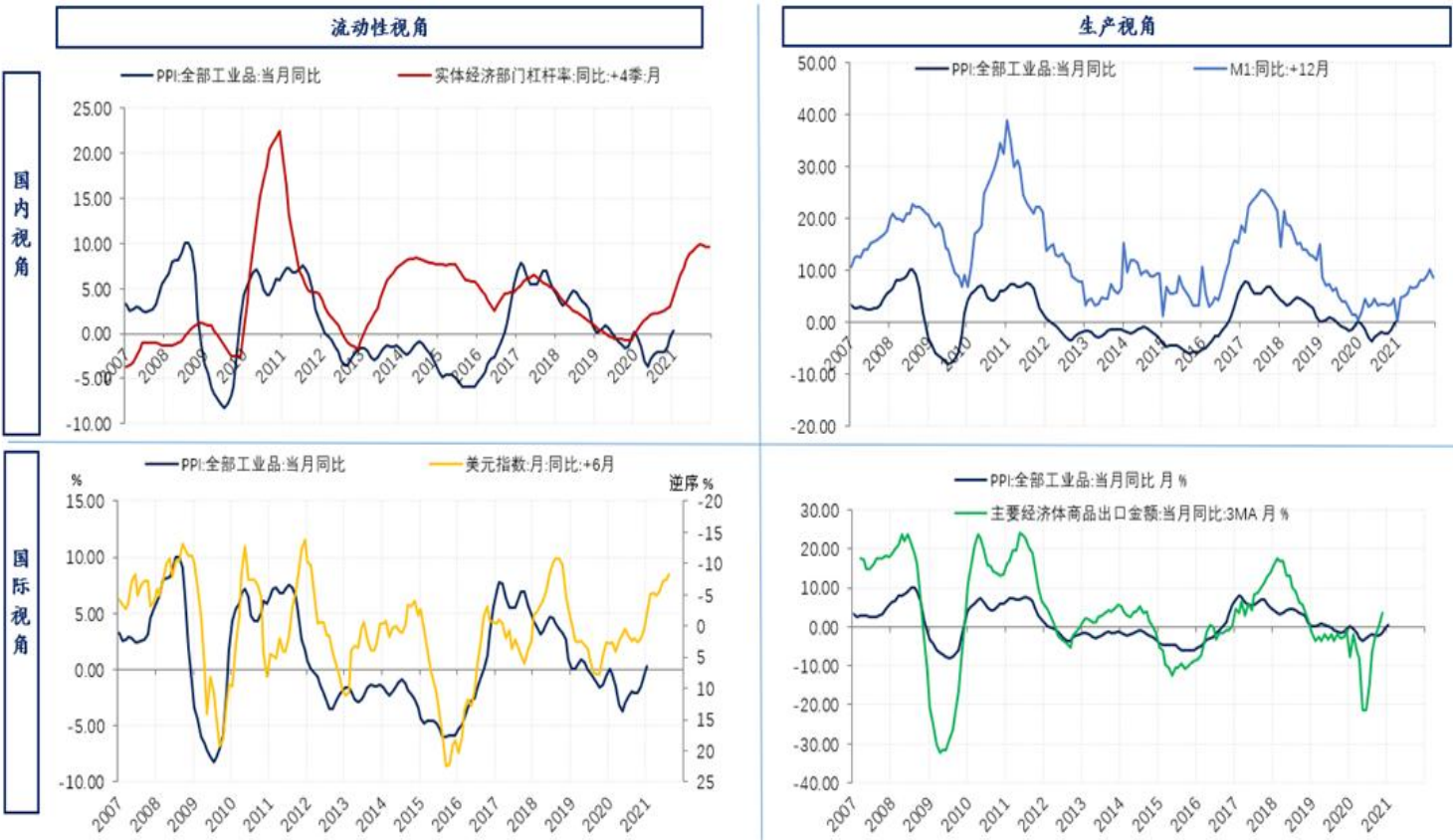


资料来源：Wind，华创证券预测

3.2 中国开启“热”生产通胀——超高的五月

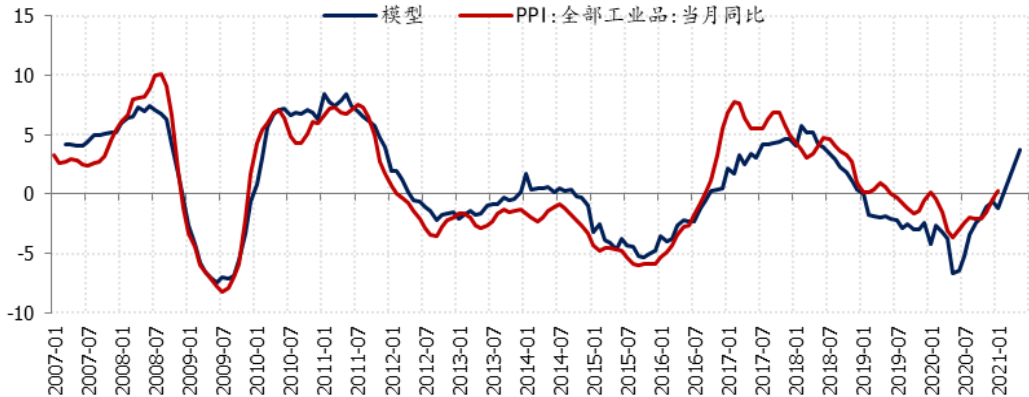
1月PPI同比翻正至0.3%，为2019年下半年来首次。同时，根据我们的PPI四象限模型，宏观层面PPI加速上行的信号已经开启，PPI成为2021年通胀年的首条线索。以全球宽松流动性为土壤，以海内外前后开启库存周期为支撑，再以疫苗接种及财政刺激的进展为信号，宏观组合在需求侧推动大宗商品价格加速上涨的逻辑已经明确。预计5月PPI高点区间应在5%-6.5%左右。

PPI四象限模型



资料来源：Wind，华创证券预测

PPI走势预测



PPI同比趋势情景预测

	PPI上涨的情景假设
悲观	2021年2-5月，大宗商品价格涨幅有限，大致震荡于布油：60美元/桶；螺纹钢：4200元/吨，LME铜期价：8600美元/吨
中性	大宗商品价格小幅上涨，至5月月均价基本为布油：65美元/桶；螺纹钢：4350元/吨，LME铜期价：9000美元/吨
乐观	大宗商品价格快速上涨，至5月月均价基本为布油：70美元/桶；螺纹钢：4500元/吨，LME铜期价：10000美元/吨

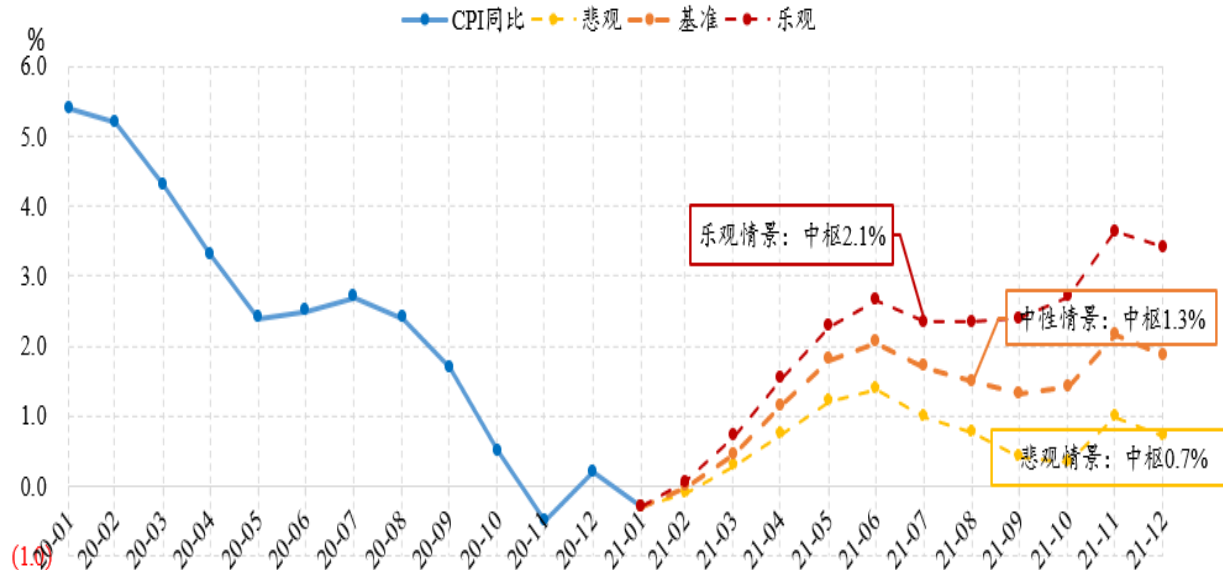


3.3 中国“温”消费通胀

- 跟随PPI，CPI将成为2021年通胀上行的第二条线索，尤其是非洲猪瘟变异毒株的出现，可能导致2021年上半年CPI攀升斜率上修，上调2021年全年CPI中枢预期至1.3%左右（此前为1%）。
- 在PPI与CPI之后，我们预计核心CPI亦将逐步从低位回升，并于下半年回归正常水平，成为2020年通胀年的第三条主线。

宏观角度自上而下观察，无论是居民活期存款的增速还是居民杠杆率的同比变化，均说明居民消费能力和意愿并未削弱，核心CPI同比回到1%左右难度不大。当前核心CPI的持续低迷的主要原因还是消费环境的持续缺失。

CPI同比趋势情景预测

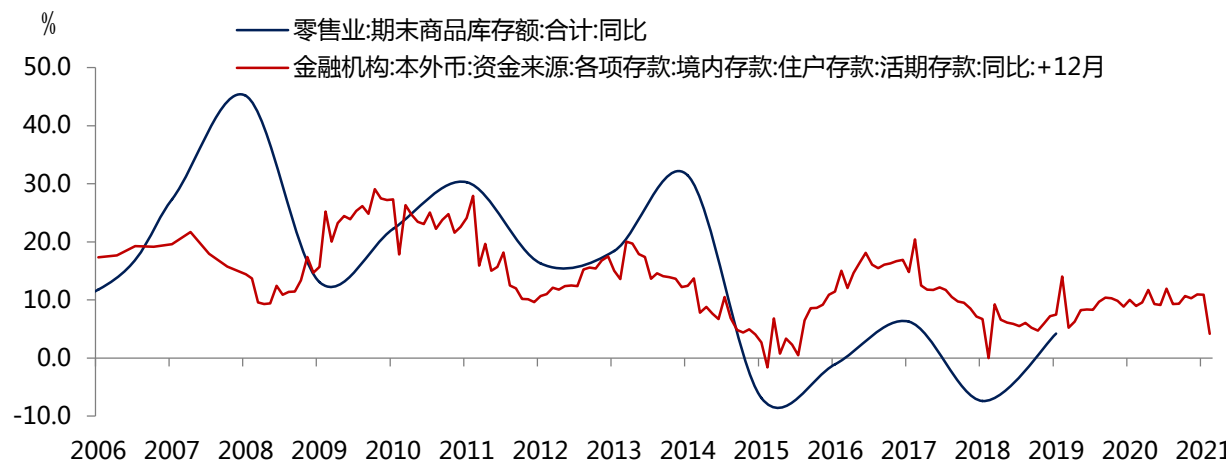


核心CPI预测



3.3 中国“温”消费通胀

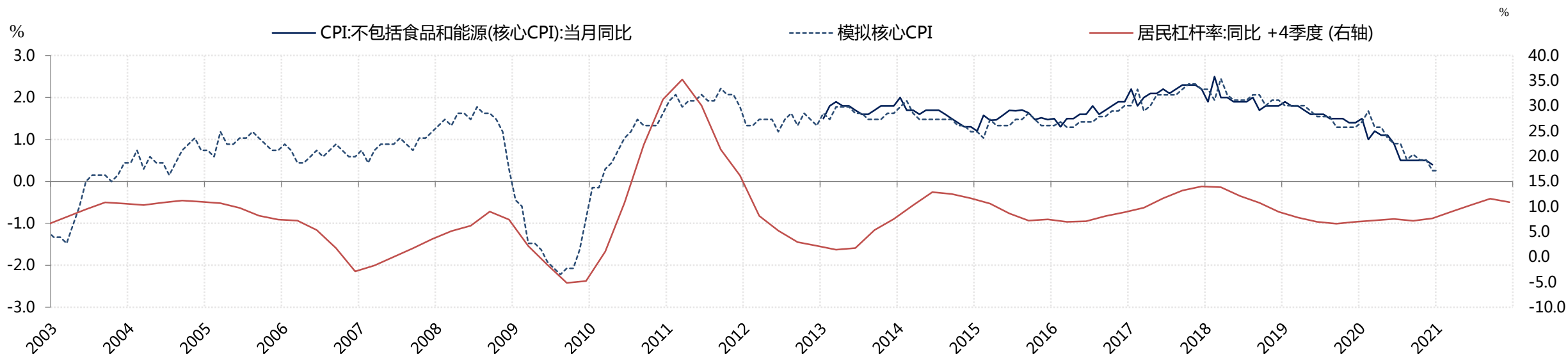
住户活期存款同比领先零售业库存近1年



住户活期存款同比领先核心CPI近1年



居民杠杆率同比变化领先核心CPI近1年左右



SECTION 4

通胀抬升的结果——利率起+利润分配格局变化

- 1、通胀结果1：利润分配更倾向上游
- 2、通胀结果2：10y中债利率抬升+10y美债利率抬升。美国利率对消费通胀最敏感，中国利率对生产通胀最敏感，当下正好是美国CPI高，中国PPI高，因此二者利率对通胀敏感度都很高

4.1 通胀结果之1：利润分配更倾向上游

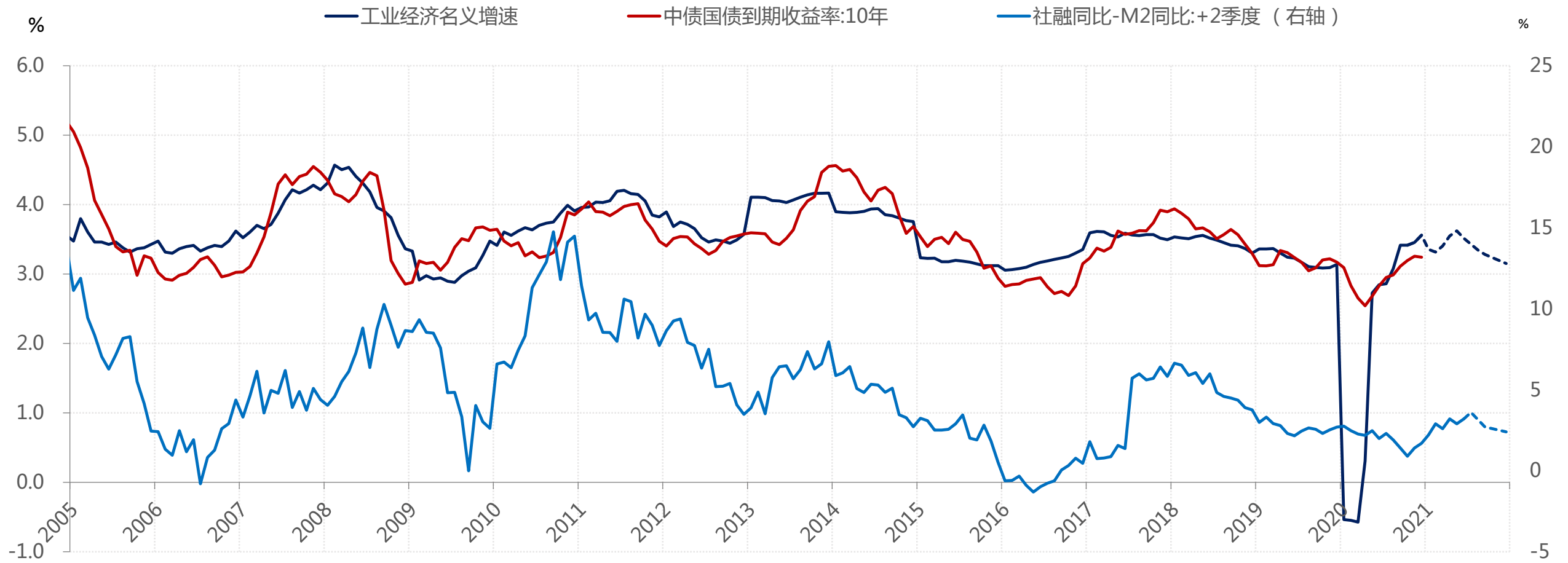
权益方面，PPI-CPI剪刀差已经于1月再次翻正，唱响“顺周期”反攻号角。PPI-CPI剪刀差走阔意味着在工业企业盈利分配上，中上游企业利润分配占优，景气度向好。而利率走高对成长风格的压制也将凸显，我们认为顺“景气度”的结构投资主线更值得关注，相对可以跑赢。

PPI-CPI剪刀差翻正走阔，上游利润占比上行，引导周期股超赢



4.2 通胀结果之2：10y中债利率走高，高点或达3.5%

利率走势预测



4.3 通胀结果之3：10y美债利率走高，高点冲2%

全年维度看，美债利率存在突破2%的可能性

	实际GDP增速	CPI增速	风险偏好 (AMCTP)	余值	AMCTP取值假设
系数	0.279	0.487	1.443	1.135	
2021Q1十年期美债利率预测			2020Q4十年期美债利率:	0.71	
中性	-0.90	1.60	-0.32	1.20	假设市场风险偏好反复波动 (经济修复+疫苗进展均有反 复), 取2020年12月以来均值
乐观	0.20	2.00	-0.19	1.89	假设市场风险偏好延续当前状态 (blue wave+疫苗进展提 速), 取2021年1月以来均值
悲观	-1.70	1.20	-0.56	0.44	假设财政刺激力度偏弱+疫苗进展不及预期, 取2020年9-11 月均值
2021年全年十年期美债利率预测					
中性	4.10	2.20	-0.66	2.40	假设经济修复大致符合预期, 市场风险偏好随预期反复波动, 去2020年6-11月均值
乐观	5.00	1.90	-0.44	2.82	假设经济修复强于预期, 取2020年11-12月均值
悲观	2.40	2.30	-0.76	1.83	假设经济修复弱于预期, 取2020年5-6月均值

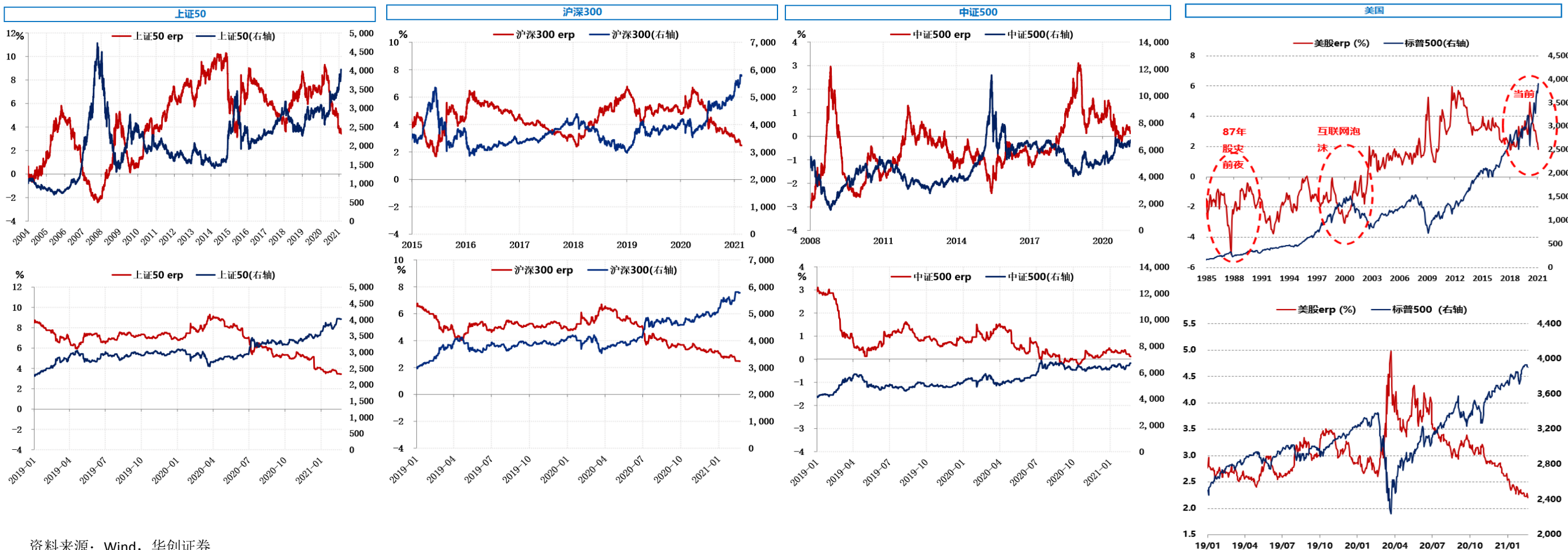
SECTION 5

利率上行恶化权益的“性价比”，ERP已在历史低位

- 1、利率上行，权益一定跌吗？不是。经济复苏期股牛债熊是常态。
- 2、这次为何利率上行，权益就跌呢？因为权益资产的风险补偿溢价太低——说白了就是股票太贵了。

5.1 权益资产的风险补偿溢价太低 ——说白了就是股票太贵了,风险溢价需要修复

- 1、 $ERP=1/PE-10$ 年国债利率，表达的是放弃无风险资产购买风险资产的风险补偿溢价。
- 2、利率上行+权益涨是常规组合，所谓的股牛债熊资产轮动。为什么这次何利率上行，权益就跌呢？因为权益资产的风险补偿溢价太低——说白了就是股票太贵了。比如上证50ERP已经低到2015年年中的水平。
- 3、当下，权益的命门短期捏在利率的手里，通胀推升利率走高，权益就会因为太贵而跌，股债双杀就是因此而成。



SECTION 6

预计美元、大宗、美债利率一起涨的局面会持续

6.1 美国货币转向走到哪了？美元反弹会阻碍大宗上涨吗？

Taper如何影响当时的资产价格？

➤ 第一阶段：初步提出再否认

2012年12月议息会议纪要首次提及Taper后，10年期美债利率开始温和上行，2012年底1.6%左右提升至2013年4月的2%左右、美元指数则由79小幅上行至84左右。此时黄金价格进入下行区间，不过当时新兴市场指数尚在上行，CRB金属指数仍延续上行趋势。

➤ 第二阶段：官方讲话确认，预期升温

2013年5月伯南克听证会发表证词后，10年期美债利率由1.7%持续提升至9月3%左右，利率大幅上行，同时MSCI新兴市场指数下跌幅度达16.8%，伴随资金大量由新兴市场流入美国。美元指数虽未出现明显上行，但波动显著加大。

➤ 第三阶段：美联储利率决议明确

2013年年底，美联储FOMC会议正式明确taper，此时美债利率再度上行、新兴市场股指、黄金再度下跌，不过幅度较第二阶段显著减弱。

➤ 第四阶段：行动

待到2014年1月美联储正式开启Taper后，资产价格反应已较为平淡，资产定价在前期预期阶段已基本完成。

总结来看，资本市场认为美联储已在转向初期，第一二阶段中间，因此无论美联储如何否认，市场不相信美联储的“鸽”是持久的。

- 美债利率受Taper预期影响显著，且Taper首次提出时点已标志美债利率的触底，后续预期的强弱波动会形成美债的小幅波动，但不改上行趋势。
- 美元指数在Taper预期之下有所上行，且波动显著加大，即美联储货币政策的收紧会给美元带来主动上行压力，但美元能够上行多大幅度还需考虑外部因素（以欧洲为主）带来的被动升贬值压力。2013年由于外部欧元区货币政策更为紧缩，带来美元被动有贬值压力，所以Taper并未带来显著的美元上行。

6.1 美国货币转向走到哪了？美元反弹会阻碍大宗上涨吗？

- 通常来说，由于大宗商品以美元定价，因此历史上与美元指数的走势往往负相关，即美元上行阶段大宗商品走势偏弱。但通过复盘过去20年美元指数与大宗商品走势，可以看到在特定的宏观背景下，存在美元与大宗同涨的可能。即：**大宗商品走势的核心在于经济基本面，如果基本面带来大宗商品需求旺盛，则大宗商品牛市不会因美元指数上行而终止。而黄金走势核心在于实际利率，不论货币政策是否宽松，只要实际利率走势偏弱，黄金也可与美元同涨。**
- 今年宏观环境的背景大概率是全球经济共振复苏以及美元指数触底反弹的组合。由于大宗商品价格走势核心取决于经济是否复苏。**因此今年经济基本面的向好决定了美元指数反弹或也难以阻挡大宗商品上涨。**

历次美元指数与大宗商品同涨的背景梳理

	经济增长	货币政策宽松	实际利率	风险事件	油、铜	黄金
2016年8月-2016年12月	√	美联储紧缩	上行	特朗普当选（正面）	↑	↓
2009年11月-2010年6月	√	√	维持低位	欧债危机（负面）	↑	↑
2005年1月-2005年12月	√	×	加息环境下实际利率未上行	美国贸易赤字（负面）	↑	↑
1998年12月-1999年7月	√	×		大宗品供给收紧（正面）	↑	↓

资料来源：Wind，华创证券

SECTION 7

**当下全球的通胀交易何时需要再评估？
四月或是第一个观察窗口**

- **四月之前，预计维持当下股债皆杀的状态。**：疫苗→通胀上→利率上→股跌+调整风格，这个交易逻辑大概率会继续持续。
- **四月是第一个评估窗口：因素多且复杂。**
 - 1、一季度GDP的公布，是否会与市场有预期差，目前市场对于一季度包含基数的GDP预期高达18-19%左右。
 - 2、四月时一季报出炉基本可以明确上游利润，利好初步兑现。
 - 3、政治局会议的政策基调。
 - 4、拜登百日新政后的美国政策重点，是基建还是中美关系？
 - 5、预计五月PPI高点的预期差收敛。
 - 6、美国地产周期的韧性验证。通过第一个完整季度观察美国地产投资对GDP的拉动强度。
 - 7、铜价是否见顶。若铜价见顶意味着周期进入后半场。
 - 8、欧洲货币政策的观察，如宽松有推进，预计美元反弹就会快速启动。

美联储表态转变，新冠疫情变化超预期

华创证券研究所

张瑜

现任华创证券首席宏观分析师。兼任中国人民大学国际货币研究所研究员、澳门城市大学经济研究所特约研究员。长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。

S0360518090001

手机: +86 -15120046762 微信: deany_zhang

Email: zhangyu3@hcyjs.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。